

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

美联储如期加息 25 个基点，决议声明暗示加息周期接近尾声；鲍威尔：银行业危机影响适度，曾考虑过暂停加息，但通胀太高加息仍是共识

耶伦：不考虑大幅提高存款保险额度及其覆盖面

光伏 1-2 月装机创历史新高，淡季不淡，支撑全年装机大爆发

云南将开展新能源生产安全专项整治，涉及多家锂电头部企业

银河观点集萃:

- **传媒:** 进口版号发放，AIGC 持续催化。短期来看，随着版号发放整体趋势的向好将从一定程度上缓解公司产品上线的压力，新一轮产品周期开启，盈利端将逐步企稳，叠加政策端释放的积极信号有望提振游戏行业估值，迎来行业估值修复行情。长期来看，AIGC 快速发展下，未来有望帮助游戏厂商实现场景和原画的低成本、高质量的批量生产，从而实现游戏厂商的降本提效。我们重点推荐研发实力强、研发投入大的游戏企业以及在 AIGC 上领先的头部互联网科技企业。推荐标的包括：腾讯控股(0700.HK)、吉比特(603444)、三七互娱(002555)、完美世界(002624)、电魂网络(603258)、祖龙娱乐(9990.HK)、网易-S(9999.HK)等。
- **农业:** 猪价低位震荡，母猪产能去化或可延续。畜禽养殖链依旧为当前关注重点，积极把握相对低位的布局机会。重点关注祖代引种出现收缩、处上行周期初期的白羽鸡行业，可板块性关注，包括益生股份、民和股份、圣农发展等。其次可关注生猪、黄鸡价格走势，个股优选牧原股份、温氏股份、立华股份。同时关注后周期行业机会，包括饲料龙头海大集团及疫苗优质企业科前生物、普莱柯、中牧股份等。
- **环保公用:** 风光发电量大幅增长，看好疫情后电力需求持续复苏。电力需求端看，随着疫情防控放开，以及两会后续稳增长政策发力，有利于市场需求恢复和经济循环畅通，我们看好疫情后电力需求持续复苏。电力供给端看，预计 2023 年市场煤价有望波动下行，推动长协履约率提升，火电盈利能力有望持续改善；“双碳”目标指引下新能源装机增长确定性高，仍然看好新能源长期发展空间。我们建议关注：(1) 新能源运营商：三峡能源(600905.SH)、龙源电力(001289.SZ)、芯能科技(603105.SH)、太阳能(000591.SZ)、中闽能源(600163.SH)、江苏新能(603693.SH)；(2) 火电+新能源互补发展：华能国际(600011.SH)、国电电力(600795.SH)、协鑫能科(002015.SZ)；(3) 水电+新能源互补发展：华能水电(600025.SH)、川投能源(600674.SH)。

银河观点集锦

传媒：进口版号发放，AIGC持续催化

1、事件

2023年3月20日，国家新闻出版署公布了2023年进口网络游戏版号，本次共有27款游戏通过审核。

2、核心观点

进口版号再发放。继2022年12月进口版号再次于Q1发放，且与上次仅相隔3个月，从数量上看，本次通过审批的进口网络游戏共27款，延续下降态势；从归属公司来看，头部公司持续获得版号，大厂获批的游戏包括腾讯的《庄园合合》、网易的《劲舞团：全民派对》、心动的《画中世界》《传说法师》等。我们认为在版号发放常态化的趋势下，进口版号年内有望再度获批。

AIGC持续催化，将与游戏产业深度融合。当前，AIGC正逐步渗透游戏产业链，赋能行业发展：生成文字方面，开放世界手游《逆水寒》推出国内首个游戏版ChatGPT，创建一个千人千面、与游戏机制深度融合的游戏虚拟世界智能NPC系统；生成图像方面，网易AI Lab将AI技术引入美术资产生产流程之中，完美世界旗下端游《诛仙世界》运用全天候天气智能AI演算技术，将天气变化切实地融入到游戏之中。近期，AIGC热点不断。2023年3月15日，OpenAI发布了最新一代产品GPT-4，理解能力、可靠性等几个关键指标显著提升，并进化为一个能接受图像和文本输入，并输出文本的多模态模型。在GPT-4发布后，Midjourney也更新了V5，比版本4具有更广泛的风格范围，同时对提示更加敏感，图像分辨率提高了2倍。游戏产业应用方面，3月22日微软GDC2023大会将发布33个议程带领游戏开发者探索创新的开发工具、商业策略与生态项目，以加速游戏的开发、获客与成长，3月31日微软将在GDC中国行上介绍Azure OpenAI在游戏NPC场景中的应用案例与技术探讨。我们认为，AIGC在游戏开发运营中的应用将不断推进，提升研发效率，丰富游戏可玩性和表现力，大幅度实现游戏厂商的降本增效。

3、投资建议

短期来看，随着版号发放整体趋势的向好将从一定程度上缓解公司产品上线的压力，新一轮产品周期开启，盈利端将逐步企稳，叠加政策端释放的积极信号有望提振游戏行业估值，迎来行业估值修复行情。长期来看，AIGC快速发展下，未来有望帮助游戏厂商实现场景和原画的低成本、高质量的批量生产，从而实现游戏厂商的降本提效。我们重点推荐研发实力强、研发投入大的游戏企业以及在AIGC上领先的头部互联网科技企业。推荐标的包括：腾讯控股（0700.HK）、吉比特（603444）、三七互娱（002555）、完美世界（002624）、电魂网络（603258）、祖龙娱乐（9990.HK）、网易-S（9999.HK）等。

风险提示：行业政策监管趋严、版号发放数量和时效不及预期、国内外游戏市场竞争加剧等，AIGC技术发展不及预期。

(分析师: 岳铮)

农业: 猪价低位震荡, 母猪产能去化或可延续

1、核心观点

2月CPI同比+1%,猪肉价格环比下行。2月我国CPI同比+1%,其中食品价格同比+2.6%,食品中猪肉同比+3.9%;CPI环比-0.5%,其中食品项环比-2%。期间猪肉价格处于下跌区间,影响CPI猪肉环比-11.4%。2月我国农产品进口金额182.14亿美元,同比+27.6%,出口金额67.67亿美元,同比+29.9%,贸易逆差114.48亿美元,同比+26.3%。

1-2月白鸡祖代更新16万套,同比略增。23年2月我国祖代更新7.6万套,同比+107%,累计更新16.2万套,同比+0.37%。3月中旬后备祖代存栏53万套,为19年以来的低位区域,后续产能供应存在边际下行可能。父母代鸡存栏处历史高位,当前产能较充足。白鸡行业上游供给拐点已出现,预计23H2出现下游毛鸡供给拐点;3月1日SW肉鸡养殖PB(LYR)为2.9倍,处历史底部区间,可板块性关注。

猪价持续低位震荡,能繁母猪环比下行。根据农业部数据,23年1月末我国能繁母猪存栏量为4367万头,环比下行。当前猪价持续低位,亏损延续,或继续推动母猪产能去化。从供给层面看,能繁母猪存栏量、仔猪出生数等指标基本表明23年1-4月呈现供应逐步增加的态势,叠加宰后体重处于历史高位区间,整体供给相对充分;虽然后疫情时代消费预期好转,但生猪均价依旧承压。短期来看,我们认为猪价继续震荡运行。

关注疫苗后周期行情,非瘟疫苗铸就未来 α 弹性。作为后周期行业,疫苗销量受下游养殖业景气度影响,22Q4疫苗批签发量环比持续好转(+16%)。另外重点关注非瘟疫苗研发进展,市场化销售背景下潜在空间较大(假设),积极关注相关疫苗企业合作进展。

本月农业板块表现弱于沪深300。本月初至3月21日,农林牧渔板块-3.68%,同期沪深300-1.34%,农业表现弱于沪深300。子行业中仅种植业保持上涨状态(+0.01%),而动物保健(-7.25%)、渔业(-4.55%)、农产品加工(-4.42%)、养殖业(-4.18%)、饲料(-4.11%)跌幅较大。

2、投资建议

畜禽养殖链依旧为当前关注重点,积极把握相对低位的布局机会。重点关注祖代引种出现收缩、处上行周期初期的白羽鸡行业,可板块性关注,包括益生股份、民和股份、圣农发展等。其次可关注生猪、黄鸡价格走势,个股优选牧原股份、温氏股份、立华股份。同时关注后周期行业机会,包括饲料龙头海大集团及疫苗优质企业科前生物、普莱柯、中牧股份等。

风险提示：猪价不达预期风险，疫病风险，原材料价格波动风险等。

(分析师：谢芝优)

环保公用：风光发电量大幅增长，看好疫情后电力需求持续复苏——1-2 月电力数据点评

1、事件

国家能源局和国家统计局发布了电力工业统计数据以及能源生产情况：1-2 月全国风电新增装机 5.84GW，同比增长 1.7%；全国太阳能新增装机 20.37GW，同比增长 87.8%；全国火电新增装机 5.7GW，同比增长 20.5%。

2、核心观点

1-2 月风资源优异推动风电大发，招标量支持后续装机高增长

1-2 月风电发电量同比增长 30.2%，主要受益于风资源优异，1-2 月风电利用小时数 401 小时，同比大幅增长 24.1%。

2022 年风电新增装机 37.63GW，同比下降 21%。1-2 月风电新增装机 5.84GW，同比增长 1.7%，增速由负转正。截至 2 月末，风电累计装机 371.26GW，同比增长 11.0%。从前瞻指标招标量来看，2022 年全国风电招标总量 86.9GW，同比增长 60.6%，创历史新高。2023 年 1-2 月全国风电招标总量 14.3GW。随着疫情缓解、产业链持续降本，以及大基地、海风项目持续推进，中国可再生能源学会预计 2023-2025 年国内年均新增装机 60-70GW。

1-2 月太阳能新增装机高增长，全年新增预计 95-120GW

1-2 月太阳能发电量同比增长 9.3%，主要受益于装机高增长。截至 2 月末，太阳能累计装机 413.04GW，同比增长 30.8%。

1-2 月太阳能新增装机 20.37GW，同比大幅增长 87.8%，我们预计光伏上游成本大幅下降对装机增长有较大推动作用。根据光伏协会预测，预计 2023 年全国光伏新增装机达到 95-120GW，同比增长 9%-37%；2023-2030 年，保守情况下，全国光伏年均新增装机约 95-120GW；乐观情况下，全国光伏年均新增装机预测 120-140GW。

2 月用电量同比高增长，看好疫情后电力需求持续复苏

1-2 月，全社会用电量累计 13834 亿千瓦时，同比增长 2.3%；2 月，全社会用电量 6950 亿千瓦时，同比增长 11.0%。1-2 月，规模以上发电量 13497 亿千瓦时，同比增长 0.7%。

2 月用电量高增长一方面是由于制造业用电需求旺盛（2 月制造业 PMI 为 52.6，环比上升

2.5pct)，另一方面也是因为去年春节低基数所致。考虑春节因素，1-2月用电量同比仍稳健增长。随着疫情防控放开，以及两会后续稳增长政策发力，有利于市场需求恢复和经济循环畅通，我们看好疫情后电力需求持续复苏。

1-2月火电发电量小幅下降，新增装机稳健增长

1-2月火电发电量同比下降2.3%，主要与风电、光伏资源整体较好，挤压火电出力有关。1-2月火电新增装机5.7GW，同比增长20.5%。

2022年市场煤价维持高位，我们预计2023年市场煤价有望波动下行，推动长协履约率提升，火电盈利能力有望持续改善。煤炭供给方面，根据2023年各省政府工作报告，预计晋陕蒙新四省份合计增产1.5亿吨。同时随着印尼煤价具有价格优势，以及澳煤恢复进口等因素，预计全年进口有望延续1-2月高增长。煤炭需求方面，虽然煤电机组作为压舱石的作用逐步得到重视，但是在清洁能源发展迅速的趋势下，煤炭消费增速将有所抑制。根据国家发改委、国家能源局《“十四五”现代能源体系规划》，“十四五”期间将严格控制煤炭消费增长。政策方面，国家一系列保供稳价政策持续落地，如通过扩大长协覆盖面及加强煤炭中长期合同执行情况的监督、检查等。

3、投资建议

电力需求端看，随着疫情防控放开，以及两会后续稳增长政策发力，有利于市场需求恢复和经济循环畅通，我们看好疫情后电力需求持续复苏。电力供给端看，预计2023年市场煤价有望波动下行，推动长协履约率提升，火电盈利能力有望持续改善；“双碳”目标指引下新能源装机增长确定性高，仍然看好新能源长期发展空间。

我们建议关注：（1）新能源运营商：三峡能源（600905.SH）、龙源电力（001289.SZ）、芯能科技（603105.SH）、太阳能（000591.SZ）、中闽能源（600163.SH）、江苏新能（603693.SH）；（2）火电+新能源互补发展：华能国际（600011.SH）、国电电力（600795.SH）、协鑫能科（002015.SZ）；（3）水电+新能源互补发展：华能水电（600025.SH）、川投能源（600674.SH）。

风险提示：政策支持力度不及预期；经济下行导致用电需求不及预期；行业竞争加剧等。

（分析师：陶贻功,严明）

中国巨石(600176.SH)：产品结构调整初显成效，行业龙头地位稳固

1、事件

中国巨石发布2022年年报，2022年全年实现营业收入201.92亿元，同比增长2.46%；归母净利润66.10亿元，同比增长9.65%；扣非后归母净利润43.77亿元，同比下降15.01%。

2、核心观点

下半年粗纱量价齐跌，拖累公司全年业绩。2022年Q4单季实现营业收入40.90亿元，同比下降30.33%，归母净利润10.93亿元，同比下降36.61%，扣非后归母净利润7.80亿元，同比下降35.18%。整体来看，公司2022年第三及第四季度业绩同比均出现大幅下滑，拖累公司全年业绩，下滑原因是因为玻璃纤维粗纱需求低迷、价格大幅下降所致。2022年公司粗纱及制品销量211.03万吨，同比减少10.31%。国内粗纱市场，2022年在建材、风电等市场需求持续低迷，建材市场受地产下行等因素影响需求走弱，风电市场受海上风电补贴终止影响，2022年风电新增装机容量同比下降21%。海外粗纱市场需求呈前高后低的情况，2022年上半年海外粗纱市场需求快速恢复，价格延续2021年高位走势，下半年海外出口量下降，价格松动。此外，2022年下半年玻纤粗纱产能陆续释放，叠加国内外粗纱需求下行，行业供需趋弱，价格大幅回落。根据卓创资讯数据，2022年底国内主流玻纤厂家缠绕直接纱2400tex出场均价为4533元/吨，同比减少27.47%。

产品结构调整初显成效，电子布销量大幅增长。在汽车电子、基站建设等领域快速发展下，前期大规模投建形成的新增产能逐步释放，2022年Q4电子纱市场需求回暖。公司紧跟市场走势，调整产品结构，提高中高端产品占比，实现电子布销量的大幅增长。2022年公司电子布销量7.02亿米，同比增长59.39%。Q4电子纱价格明显回升，根据卓创资讯数据，2022年底国内主流玻纤厂家电子纱G75出场均价为10000元/吨，环比三季度末增长32.45%，同比减少31.03%。预计2023年行业电子纱无新增产能释放，叠加电子纱需求回暖，电子纱价格有望进一步提高。巨石桐乡年产能10万吨的电子纱智能三线已于2022年6月投产，将在今年形成实物工作量，在电子纱景气度上行阶段，为公司2023年带来业绩增量。

毛利率减少，降本增效带动净利率增加。2022年公司销售毛利率为35.60%，同比减少9.71个百分点；销售净利率33.78%，同比增加2.63个百分点。产品价格下行导致公司毛利率下降；公司规模经济优势凸显，成本控制提升，期间费用率下降，降本增效下公司净利率增加。毛利率方面，公司主营产品玻纤及其制品2022年毛利率为41.53%，同比减少8.34个百分点；分地区来看，国内毛利率为34.64%，同比减少15.42个百分点，国外毛利率为47.02%，同比增加5个百分点，国内粗纱市场需求走弱价格下降，毛利率降幅明显，海外市场需求上半年复苏，毛利率有一定程度增长。期间费用率方面，2022年公司实现销售/管理/财务/研发费用率分别为0.78%/3.39%/1.32%/2.86%，同比+0.05/-3.36/-1.16/+0.06个百分点，管理费用率下降是因为2022年计提超额利润导致基数较大所致，财务费用率下降是因为利息收入增加及融资利率降低所致。

产能继续扩大，产品结构优化持续。2022年公司投产桐乡10万吨电子纱产线项目、成都15万吨短切原丝产线项目、埃及12万吨粗纱产线项目，实现了“电子基布全球第一”的目标。公司后续产能继续扩大，预计九江智能制造基地20万吨项目1线将在2023年点火，公司规模经济优势进一步增强，在产品供应能力及定价权方面占据更有力的主导地位，进一步巩固公司玻纤行业龙头地位。此外，公司产品结构调整优化持续，不断提升风电纱、电子布等高精尖难及高附加值产品比重，发展增长潜力大的玻纤复合材料产业，打造玻纤产业生态圈。与此同时，公司设立巨石新能源公司，建设全球首个玻纤零碳智能制造基地，投资风力发电项目，实现结构调整及转型升级，提高公司产品及业务的可持续发展能力，全面提升企业价值。

3、投资建议

作为玻璃纤维行业龙头企业，在成本、规模、技术、品牌等方面均具有明显优势。随着公司产能的持续释放以及中高端产品占比的提升，公司业务有较大发展空间。预计公司 23-25 年归母净利润为 63.51/71.47/76.11 亿元，23-25 年每股收益为 1.59/1.79/1.90 元，对应市盈率为 9.24/8.21/7.71 倍。基于公司良好的发展预期，维持“推荐”评级。

风险提示：行业新增产能超预期的风险；下游应用领域需求不及预期的风险；公司产能释放不及预期的风险。

(分析师：王婷)

招商蛇口 (001979.SZ)：周期下行打磨基本盘，业绩承压筑底长期价值可期

1、事件

近日，公司公布 2022 年年报。2022 年全年，公司实现营业收入 1,830.03 亿元，同比增长 13.92%；实现归母净利润 42.64 亿元，同比下降 58.89%；实现基本每股收益 0.41 元/股，同比下降 64.66%。

2、核心观点

行业整体下行，公司利润承压筑底，长期盈利回升可期。2022 年全年，公司实现营业收入 1,830.03 亿元，同比增长 13.92%；归母净利润 42.64 亿元，同比下降 58.89%；净利润率 4.97%，较 2021 年同比下降 4.49pct；ROE 为 4.05%，同比降低 5.82pct。2022 年，受市场环境影 响，房地产业整体业绩承压。公司利润下滑主要受毛利率下降、低效项目去化及计提减值增加、相应政策减免租金等因素的冲击。公司业绩增速放缓，利润大幅下滑符合前期研判，随着业绩利空释放完毕，在供需两端政策共振激发市场热度的情况下，我们看好其长期盈利能力提高与业绩继续增长。

房地产开发业务基本盘殷实，高能级城市市场表现靓丽。2022 年，公司累计实现销售面积 1,193.65 万平，同比下跌 18.49%，累计实现销售金额 2,926.02 亿元，同比下跌 10.47%，市场冷淡下销售规模行业排名逆势上涨，较上一年度提升 1 位至第 6 位。公司深耕高能级城市，在上海、合肥等东部 5 城的市占率超 10%，上海单城销售金额突破 740 亿元，在全国 12 个城市销售金额稳居当地前 5。公司拓宽数字营销渠道，成果显著，全年线上成交金额达 680.6 亿元。新增项目中有 22 个项目实现当年拿地当年开盘，首开当天平均去化率 77%，公司供货能力持续加强。2023 年度公司提出 3300 亿元的销售目标，与 2022 年度持平。随着政策端多措并举刺激刚需及市场观望情绪淡化，房地产点状复苏将带动基本面的好转，公司有望完成全年目标。

核心城市土储充足，城市更新项目外拓有力。2022 年公司累计获取土地 56 宗，投资强度相较行业整体仍处于高位，核心城市土储充足。新增土储建筑面积 726.14 万平，同比下降 53.17%；总地价 1283.30 亿元，同比下降 39.93%。公司主动布局，资产端聚焦核心城市，提升高能级城市项目储备，在“强心 30 城”和“深耕 6+10 城”的投资金额占比分别达 94% 和 90%，单城投放权益地价高达 31 亿元，先后获取上海 10 宗、深圳 5 宗、合肥 5 宗优质土地。继 2021 年承接我国中部、北部等城市更新项目 14 个后，公司继续提高孵化优质项目能力，积极布局粤港澳大湾区，获取排他资格的城市更新项目共 25 个，规划计容建筑面积约 1,200 万平方米。

做优产品，强化品牌，多元业务打造新的机会增长点。2022 年，公司产品力排名位列房企第八位，多项目入选克而瑞榜单，社区客户满意度近 10 年首次突破 90 分，完美交付比例大幅提升 28%。集中商业业态管理方面，公司推动运营效能持续优化，积极拓宽品牌资源，2022 年与超 4,000 家品牌建立合作关系；优化招商荟会员机制、完善会员制度体系，2022 年度会员总数突破 500 万，同比提升 63%，会员满意度达 94 分，同比提升 13%。

紧抓融资机遇，降低融资成本，整合优质资源为后续发展添动力。2022 年度，招商蛇口司秉持一贯稳健的财务管理策略，“三道红线”始终处于绿档并持续优化。年末公司剔除预收账款的资产负债率 62.42%、净负债率 48.09%、现金短债比为 1.30。紧抓融资政策机遇，新增 50 亿元中期票据、100 亿元公司债、100 亿元超短期融资券额度注册；完成市场首单并购中票、绿色中票等创新品种发行，公开市场融资 327.2 亿元。年末公司综合资金成本 3.89%，较年初大幅下降 59BP。2022 年，公司夯实资产负债表，降低融资成本，为后续发展奠定长效优势。

3、投资建议

2022 年，房地产行业面临周期下行，招商蛇口积极主动布局，重视产品力打造与强化品牌力，强化企业内部管理，紧抓融资窗口机遇，实现提质增效。公司房地产开发业务基本盘殷实，销售规模实现逆势上涨，当前，公司业绩承压筑底，市场利空释放，可预见地盈利修复回升，伴随着中国经济的修复与供需两端政策共振带来市场活力，我们看好公司的长期价值。我们预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 0.94、1.23、1.53 元/股，以 3 月 21 日的收盘价 13.49 元计算，对应的市盈率分别为 14.4、11.0、8.8 倍。我们看好公司长期的表现，维持“推荐”评级。

风险提示：销售去化及毛利回升不及预期、融资环境波动、市场复苏不及预期。

(分析师：王秋衡)

华能国际(600011.SH)：火电减亏趋势明朗，新能源装机有望加速

1、事件

公司发布 2022 年年报，2022 年实现营收 2467.25 亿元，同比增长 20.3%，实现归母净利润-73.87 亿元（扣非-94.22 亿元），同比减亏 26.2%（扣非减亏 23.4%）；其中第四季度实现归母净利润-34.45 亿元，同比减亏 68.8%。

2、核心观点

新能源板块盈利高速增长，电价上涨推动燃煤机组大幅减亏

分板块来看，全年燃煤亏损 173.25 亿元（同比减亏 15%），燃机盈利 5.75 亿元（同比下降 56%），风电盈利 62.35 亿元（同比增长 27%），光伏盈利 11.48 亿元（同比增长 58%）。

新能源板块盈利随着装机规模增加而增长。截至 2022 年末，新能源装机仅占公司总装机的 15.6%（同比+4.0pct），随着新能源装机持续增长，盈利有较大上涨空间。2022 年全年燃煤价格高位运行，但受益于电价上浮落实到位，燃煤机组同比减亏明显。2022 年公司境内火电厂售电单位燃料成本为 372.6 元/兆瓦时，同比上涨 17.7%。境内电厂平均上网结算电价为 509.9 元/兆瓦时，同比上涨 18.0%。燃煤交易电价 478.6 元/兆瓦时，较基准价上浮 20.3%。

公司通过辅助服务市场增厚收益。除广西外，公司其他区域电厂均参与了辅助服务，其中调峰辅助服务电费净收入 14.23 亿元，调频辅助服务电费净收入 0.50 亿元。

全年风光装机新增 6.1GW，整体装机结构不断优化

截至 2022 年年末，公司总装机达到 127.23GW，其中风电累计装机 13.63GW，全年新增 3.10GW；太阳能累计装机 6.28GW，全年新增 2.97GW。考虑到水电、生物质及天然气等其他清洁能源，公司低碳清洁能源装机容量占比达到 26.07%，同比提升 3.68 个百分点。

盈利能力同比明显改善，经营性现金流量净额同比大幅增加

2022 年公司毛利率 3.04%（同比增长 3.37pct），净利率-4.09%（同比增长 2.1pct），ROE（摊薄）-6.81%（同比增长 2.94pct），整体盈利能力同比明显改善。期间费用率 6.85%（同比减少 0.80pct），成本控制能力良好。经营性现金流量净额 325.20 亿元，同比大幅增长 420.23%。

市场煤价有望下行，火电盈利能力有望修复

煤炭供给方面，根据 2023 年各省政府工作报告，预计晋陕蒙新四省份合计增产 1.5 亿吨。同时随着印尼煤价具有价格优势，以及澳煤恢复进口等因素，预计全年进口有望延续 1-2 月高速增长。煤炭需求方面，虽然煤电机组作为压舱石的作用逐步得到重视，但是在清洁能源发展迅速的趋势下，煤炭消费增速将有所抑制。根据国家发改委、国家能源局《“十四五”现代能源体系规划》，“十四五”期间将严格控制煤炭消费增长。因此我们预计燃料价格将从目前的高位逐步回落至 303 号文规定的合理区间。

响应能源转型要求，2023-2025 年新能源装机有望加速

华能集团规划到 2025 年新增新能源装机 80GW 以上，确保清洁能源装机占比 50% 以上。公司目前煤电装机占比仍然较高，响应集团及国资委能源转型要求的积极性强，我们预计十四五期间公司新增新能源装机 40GW，年均新增 8GW 左右。2021-2022 年由于疫情以及光伏产

业链价格过高等原因，新能源合计装机仅为 9GW。随着不利因素缓解，我们预计 2023-2025 年新能源装机有望加速至年均 10GW 左右。

3、投资建议

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 20.50 亿元、48.97 亿元、81.17 亿元，对应 PE 分别为 66.6 倍、27.9 倍、16.8 倍，当前维持“推荐”评级。

风险提示：煤价维持高位；新能源开发进度不及预期；电价上涨幅度受限等。

(分析师：陶贻功,严明)

伯特利(603596.SH)：智能电控产品热销驱动业绩高增，产能布局加速激发未来潜力

1、事件

公司发布 2022 年年度业绩报告,2022 年全年公司实现营业收入 55.39 亿元,同比+58.61%;实现归母净利润 6.99 亿元,同比+38.49%,扣非后归属母公司股东的净利润 5.88 亿元,同比+36.47%,基本每股收益 1.71 元,同比+37.90%。

2、核心观点

智能电控项目取得快速进展,毛利率进入改善通道。2022 年全年,公司实现营业收入 55.39 亿元,同比+58.61%,其中 Q4 单季实现营业收入 18.55 亿元,同比+59.38%,环比+18.12%。智能电控产品是支撑公司营收取得快速增长的主要动力来源,2022 年全年,公司智能电控产品取得 23.74 亿元收入,同比+86.24%,占总营收比重达 42.86%。由于初期拓展新客户原因,智能电控产品目前毛利率(20.03%)低于机械制动产品(22.04%),造成公司总毛利率同比下降 1.75pct 至 22.44%,但智能电控产品单车价值高,对公司市场竞争力提升具有正向作用,受到公司高度重视。Q4 单季度毛利率为 23.34%,同比+1.21pct,环比+1.56pct,在度过原材料价格高位及前期客户拓展期后,毛利率已经进入改善通道。2022 年,公司智能化及电子电控产品取得飞速进展,其中,ADAS 系统新增量产项目 6 项,定点项目 8 项;电子电控产品中,EPB/ESC/PLG/WCBS/EPS 分别新增量产项目 35/7/0/16/6 项,其中新能源车型 20/2/0/12/4 项,新增定点项目 61/10/3/61/9 项,其中新能源车型 36/2/3/41/6 项。

市场拓展带动销售费用率上升,管理费用结构优化延续。2022 年全年,公司销售费用率为 1.06%,同比+0.25pct,Q4 单季销售费用率为 0.87%,同比-0.04pct,环比-0.37pct,公司用于新产品市场拓展销售服务费增加带动公司销售费用率上行;2022 年全年,公司管理费用率为 2.29%,同比-0.07pct,Q4 单季管理费用率 1.95%,同比-0.34pct,环比-0.52pct,延续优化态势。

产品创新力度不减，加快产能建设释放业绩潜力。2022年公司继续保持高强度研发投入，全年研发费用达3.78亿元，研发费用率6.83%，同比-0.02pct，研发费用增长速度与营收保持一致。高研发投入为公司带来产品成果，新一代双控电子驻车制动系统（D-EPB）可靠性大幅提升的同时降低了整车厂采购成本；ADAS系统于2022年正式量产，可提供三种技术解决方案；具备制动冗余的WCBS2.0研发顺利推进，EMB系统预计2023年开发完成A轮样机；正式启动线控转向系统研发工作。为满足高速增长需求，公司针对战略性产品进行了产能扩张布局，包括年产5万吨铸铁汽车配件及1万吨铸铝汽车配件项目、墨西哥年产400万件轻量化零部件建设项目、年产40万套电子驻车制动系统（EPB）项目、线控制动产线、ESC620产线、三期轻量化生产基地，各产线已于2022年或将于2023年投产，有望激发公司业绩潜力。

3、投资建议

我们预计公司2023~2025年营业收入分别为71.11亿元、89.16亿元、109.00亿元，同比增速分别为28.37%、25.39%、22.25%，归母净利润分别为9.21亿元、12.05亿元、15.28亿元，对应EPS分别为2.24元、2.93元、3.71元，维持“推荐”评级。

风险提示：新能源汽车行业销量不及预期的风险；芯片短缺带来产能瓶颈的风险；原材料价格上涨的风险。

(分析师: 石金漫,杨策)

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：周颖，食品饮料行业分析师，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn